Tsunâmi monetário

O efeito do câmbio no resultado das exportações

Felippe Serigati*

DESDE O mês passado, o mercado financeiro internacional tem respirado mais aliviado com relação à Grécia e aos demais países europeus com dificuldades para rolar suas dívidas. Esta temporária calmaria é resultado, de um lado, do novo acordo celebrado entre o governo grego e a Troika – um grupo formado pelo Banco Central Europeu (BCE), pela Comissão Europeia e pelo Fundo Monetário Internacional que está intermediando as negociações da Grécia com os seus credores – e, de outro lado, da decisão do BCE de garantir liquidez aos bancos europeus, concedendo empréstimos (€ 529 bilhões) a baixíssimas taxas de juros (1% a.a.).

Com esta volumosa injeção de recursos, o BCE sinalizou claramente que não vai deixar quebrar banco europeu algum. Apesar da calmaria no mercado financeiro, esta decisão do BCE não significa, em hipótese alguma, que os problemas das dívidas europeias foram resolvidos. Muito pelo contrário, com esta medida, o BCE "apenas" comprou mais tempo:

a) para que prossigam as negociações entre credores e países endividados; e

b) para que estes últimos aprovem as reformas impopulares exigidas pelos primeiros.

Aliás, esta não é primeira injeção de dinheiro por parte do BCE nos bancos europeus; em dezembro de 2011 foi realizada operação semelhante, totalizando € 346 bilhões.

É importante deixar claro que o BCE também não é pioneiro neste tipo de política. Desde 2008, o Federal Reserve dos EUA, com sua política *quantitative easing*, bem como os bancos centrais da Inglaterra e do Japão também têm inundado o mercado financeiro com moedas internacionais.

Por que estes empréstimos foram chamados de "tsunâmi monetário"?

Ao menos teoricamente, com o dinheiro emprestado pelo BCE, as instituições financeiras terão melhores condições para rolar as dívidas dos países problemáticos, principalmente, exigindo menores taxas de juros. No entanto, é importante ressaltar que não há qualquer garantia de que as instituições financeiras usarão estes recursos somente para refinanciar tais dívidas.

Na verdade, provavelmente, parte significativa destes recursos terá outros destinos. Uma vez nos caixas das instituições financeiras, estes capitais serão aplicados em ativos que oferecerem a melhor relação retorno-risco de acordo com as estratégias da tesouraria de cada instituição. Dado que os países centrais (EUA, UE e Japão) ainda estão tentando reativar suas economias dos estragos dos últimos anos, dois grupos de ativos se tornaram especialmente atraentes:

a) aplicações cujo retorno esteja associado aos preços de *commodities* agrícolas e minerais;

b) ativos públicos ou privados de mercados emergentes: Brasil, Rússia, Índia, Chile, Turquia, países do Sudeste Asiático etc.

Ou seja, parte destes recursos com certeza virá ao Brasil em busca de lucrativas oportunidades de investimento. É este movimento que tem sido chamado de "tsunâmi monetário". A vinda desses recursos aumentará a quantidade de dólares no mercado cambial brasileiro, valorizando a nossa moeda. É aí que mora a principal reclamação da presidente Dilma. No entanto, como em qualquer situação, há ganhadores e perdedores.

Nem todos na Europa gostaram da decisão do BCE

Na Europa, embora muitos tenham aplaudido a decisão do BCE de garantir liquidez a todos os bancos europeus, também há muitos descontentes. Do lado otimista, estão os países endividados e, principalmente, os credores. Enquanto os primeiros ganharam tempo (talvez três anos, o prazo dos empréstimos) para rolar suas dívidas e realizar as reformas necessárias, os últimos receberam a custo baixíssimo um belo colchão para acomodar possíveis perdas com dívidas que podem não ser 100% honradas.

Do lado pessimista, estão os alemães e os demais países com as contas em dia. De acordo com este grupo, os empréstimos do BCE significam maior inflação no médio prazo, além de deterioração do balanço do BCE, afinal foram aceitos títulos de qualquer qualidade como colateral. Outra crítica feita pelo grupo liderado pelos alemães é que o clima de razoável tranquilidade pode ter um efeito negativo sobre a disposição dos países problemáticos para aprovarem as reformas (impopulares) necessárias para tirar a zona do euro da área de risco.

Uma observação interessante feita por alguns analistas é que, no final das contas, estes empréstimos servem, na verdade, a dois propósitos:

a) tentar salvar a Europa, dando tempo para as negociações; e

b) depreciar o euro, o que daria um impulso adicional às economias europeias via exportações.

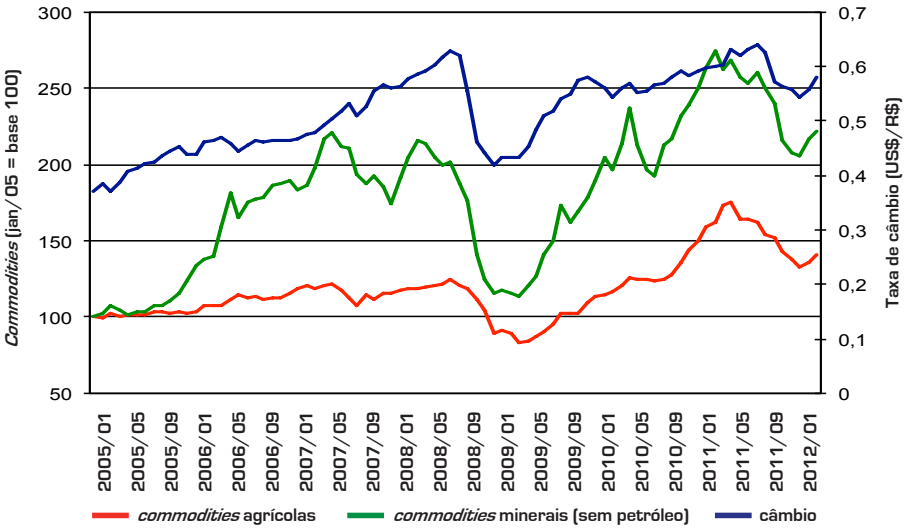
No Brasil, quem ganha com o "tsunâmi monetário"?

Entre os setores que serão impactados positivamente pelo "tsunâmi monetário", merecem destaque o setor exportador de *commodities* agrícolas e minerais e o mercado consumidor brasileiro, com efeitos diretos no setor de serviços.

Inicialmente, pode parecer contraditório que o setor exportador de *commodities*, no final das contas, acabe ganhando com o "tsunâmi monetário", uma vez que este movimento apreciará a taxa de câmbio. O fato é que a redução da taxa de juros nos países centrais libera um volume imenso de recursos que busca melhor valorização em outros ativos. Quais ativos podem render melhor valorização? Moeda de países emergentes e *commodities* agrícolas e minerais. Por isso que o mesmo movimento que aprecia o nosso câmbio (a queda das taxas de juros nos países centrais) também valoriza as cotações das *commodities* agrícolas e minerais, ou seja, um possível efeito negativo no resultado das exportações brasileiras causado pela valorização do real é compensado pela elevação no preço das *commodities*. Basta ver como a taxa de câmbio (desde que medida em US$/R$ e não em R$/US$ - que é a unidade de medida mais usada aqui no Brasil) tem apresentado nos últimos anos a mesma flutuação das cotações das *commodities*. A taxa câmbio não é apenas o preço da nossa moeda cotada na moeda internacional (dólar), é também o preço de um ativo financeiro (o real) que, quando há perspectiva de valorização, atrai investidores.

Como para o setor exportador parte dos insumos (terra e mão de obra) não é afetada pelas cotações internacionais, mas toda a receita é determinada em dólar, a perda de receita provocada pela apreciação cambial tem sido mais do que compensada pelo aumento do preço das *commodities* no mercado internacional. Aliás, é justamente o excesso de liquidez no mercado internacional, que vem acontecendo desde o início de década passada, que explica como o Brasil conseguiu aumentar o valor total exportado mesmo com a taxa de câmbio se apreciando.

Brasil: evolução da taxa de câmbio e dos índices de preços das *commodities* agrícolas e minerais



Nota: Estes índices de preços são calculados pelo FMI e representam a média dos preços em dólar de um conjunto de *commodities* agrícolas e minerais ponderados pela participação no comércio mundial.
Fontes: Ipeadata e FMI

Outro ganhador do "tsunâmi monetário" é o mercado consumidor brasileiro, que continuará aquecido. A apreciação da nossa taxa de câmbio: preservará o preço dos produtos importados a níveis competitivos; e fortalecerá o poder de compra medido em dólar do consumidor nacional. Claramente isso significa que o comércio se manterá aquecido e que o setor de serviços deve registrar novamente fortes ganhos. Isso, porém, também significa que o Banco Central terá mais dificuldade para conter este consumo e controlar a inflação, principalmente a partir do segundo semestre.

E quem perde com o "tsunâmi monetário"?

Do lado perdedor, sem qualquer dúvida, está a indústria nacional. A indústria, por um lado, sofre forte pressão de custos devido:

a) aos recorrentes aumentos salariais acima da inflação e dos ganhos de produtividade;

b) ao aumento dos preços dos insumos cujo preço acompanha as cotações das *commodities* internacionais; e

c) ao elevado custo do capital no Brasil, resultado da taxa de juros ainda alta para o padrões internacionais.

De outro lado, a indústria não consegue recompor sua margem aumentando o preço dos seus bens finais, porque enfrenta a competição dos produtos importados, barateados pela apreciada taxa de câmbio. Outra vantagem para os produtos importados é que eles não precisam pagar o custo Brasil (burocracia, elevada carga tributária, precária infraestrutura etc.), enquanto o similar nacional vê sua competitividade corroída por este sistema.

Por fim, as finanças públicas são o outro perdedor. Para tentar conter a apreciação do real, o governo terá de retirar um volume maior de dólares do mercado cambial via emissão de títulos e formação de reservas. O problema é que o título emitido pela autoridade monetária é remunerado pela taxa Selic (9,75% a.a.), e o título do tesouro norte-americano, utilizado para aplicar os recursos da reservas nacionais, paga 0,25% a.a. A diferença (9,5% a.a.) é o custo de se manter as reservas e tentar evitar maior apreciação da taxa de câmbio. Além disso, as finanças públicas também sofrerão, graças aos benefícios tributários que o governo já concede e que, com certeza, ampliará para aliviar a pressão sobre os setores mais prejudicados. ■

* Doutorando em economia pela FGV/EESP e pesquisador visitante da UC Berkeley. felippeserigati@gmail.com